

コーポレート・ガバナンスと取締役会

稲 別 正 晴

目 次

1. はじめに
2. 取締役会のガバナンス機能の強化
 - (1) CEOの取締役会にたいする支配
 - (2) コーポレート・ガバナンス改革
 - (3) 企業改革法(サーベンス=オクスリー法)
3. 取締役会の承認と監視
4. 機関投資家のShareholder Activism
5. むすび

1. は じ め に

いわゆる所有と経営が分離した公開大会社においては、経営者はかなりの裁量性を持ち株主の利益よりも自らの利益のために行動するという可能性、すなわちエージェンシー問題が生じうる。エージェンシー論 (Jensen and Meckling, 1976, Fama and Jensen, 1983) によればコーポレート・ガバナンス (企業統治) は市場 (資本, 生産物, 経営者市場等) における競争による規律と取締役会の監視によって有効に機能するはずである。市場の圧力, とくに資本市場の圧力は無能な経営者を追放し, 企業をより有能な経営者のもとにおき, 結果として投資家である株主に利益をもたらすと期待される。米国における1980年代の激しい買収合戦の嵐は確かに企業経営者に対して厳しい

キーワード: 機関投資家の Shareholder Activism, コーポレート・ガバナンス, サーベンス=オクスリー法, 取締役会, デモグラフィックな類似性

鞭の役割を果たしたが、ジャンクボンド債の崩壊、企業経営者の防衛策の発達と自らのリストラ、さらにポピュリズムを背景とした多くの州による anti-takeover 法の成立などにより敵対的買収は急速に低下し、その機能に疑問が投げかけられた¹⁾。

他方、取締役会はこの市場の規律を補う内部コントロール・メカニズムとして、そのモニタリング機能を通じて経営者の行動を株主利益の実現に向けさせるものとして期待された。事実、これまでの米国におけるコーポレート・ガバナンス改革の大きな特徴は、取締役会のモニタリング機能の強化であった。取締役会のメンバーの過半数を外部取締役とすることや外部取締役による監査、報酬、指名等の委員会の設置はこの役割を担うものであった。しかしながら、経営者が生み出したポイズン・ビル、グリーン・メール、あるいはゴールデン・パラシュートなどの対抗手段は経営者を守るエンツレンチメント (entrenchment) としての性格を持ち、取締役会のモニタリング機能の有効性に疑問を投げかけた²⁾。すなわち、取締役会の監視機能強化にもかかわらず、現実にはアメリカ企業の経営者は過去30年で非常に大きな裁量性を持つようになったといわれる状況があり、結果としてチェック機能が必ずしも十分働かなかった³⁾。

それでも米国においては過去30年にわたって外部取締役の強化、監査委員会等の設置、情報のより一層の開示等のコーポレート・ガバナンス改革が実施され、米国企業はコーポレート・ガバナンス改革の最先端を行くものとして内外において高く評価されてきた。しかしながら、最近の有力企業や監査

1) John Pound (1992) ならびに Ward (1997: 93-97) 参照。

2) Davis (1991) によれば、1980年代半ば頃から採用されだしたポイズン・ビルの広がりには1980年代末までには Fortune 500社の60パーセントにまで至ったとされている。このことはもう一方のボードの監視機能が決して期待されたようには機能しなかったことを示している。なぜなら、ポイズン・ビルのこの広がりの一つの要因として、取締役が互いの取締役会のメンバーであるというインターロッキングが情報や戦略の流布を通じて作用していると考えられる。このことは大企業という母集団は、単に自立的な企業の集団というよりは、社会的システムという性質を持った企業間ネットワークとして存在していることを示すものである。

3) ケイトー研究所ウィリアム・ニスカネン所長談、日本経済新聞社 7月21日版

法人等による一連の不正会計や不祥事の発覚はこれまでのコーポレート・ガバナンスのあり方に大きな衝撃を与えただけでなく、アメリカ資本主義への信頼そのものさえ揺るがしかねないほどの影響を与えた。この事態に対応して米証券取引委員会（SEC）は会計不信を打開するために年商12億ドルを上回る945社の大企業に対して直近の年次決算に間違いがないかどうかを調べて期限付きで誓約書を出すように命じた。ブッシュ大統領も問題の深刻さを理解して直ちに対応策をとり、7月30日に上下両院が可決した、監査法人を監督する独立監視機関の設置、不法行為への罰則の強化、情報開示の強化などを内容とする「企業改革法（サーベンスーオクスリー法 Sarbanes-Oxley Act）を直ちに成立させた。

これまでコーポレート・ガバナンスの最先進国とされていたアメリカでなぜこのような不祥事が起きたのかが改めて問われなければならない。確かにバブル期においてはアナリストの分析は偏りがちとなり、その上同一監査法人が監査とコンサルティング業務を手がけることによる利益相反という問題もあった。また、SECが十分機能したかどうかも疑問であった。しかし、これらをバブルにともなう現象として片づけるには問題はあまりにも大きい。

今回の一連の改革は、規制を強化するという立場に立つものであり、罰則の強化と情報のいっそうの開示を通じてより有効なコーポレート・ガバナンスを実現しようとするものであるといえる。確かに、不正行為を取り締まるという点では規制と罰則の強化は効果を持つがそれだけではコーポレート・ガバナンスの確立は困難である。本来、企業は社会的規制の下にあるが、自立的な組織として存在し、運営されるべきものである。したがって、当局による規制強化のみで望ましい企業行動を期待することはできない。なによりも必要なことは本来企業の内部コントロール・メカニズムである取締役会が有効に機能することである。これまで様々な改革がなされてきたが、これらの改革が何を実現し、何を実現してこなかったかを改めて検討する必要がある。以下では米国における取締役会改革、取締役会の承認と監視機能および機関投資家の shareholder activism を考察することによって今後のコーポレ

ート・ガバナンス改革の方向を明らかにする。

2. 取締役会のガバナンス機能の強化

(1) CEOの取締役会にたいする支配

Mace (1971, 205-206) は、株式所有が分散している大規模および中規模の株式会社では、取締役会 (a board of directors, 以下ボードと呼ぶ) はこれらの基本的な選出母体である株主を代表していないという調査結果を明らかにした。それらの要点は次の通りである。

まず、事実上の支配力を持つCEO (Chief Executive Officer, 社長) が、ボードのメンバーを選出し、ボードの行うことと、行わないことを決定している。選任される取締役は、同等の名声のある組織の長であり、通常、第一義的には、自らの会社に責任を負っており、また他の組織からの取締役も限られた動機付けと時間しか持たない、きわめて忙しい人々である。そして、たいていのボードは、社長への助言あるいは知恵を提供する者として貢献しており、組織への何らかの種類の規律として一株式会社の良心として一貢献している。さらに、ほとんどのボードは戦略的、全般的な意思決定も、鋭い質問も、また社長の業績評価、選任、解任もしていない。ただし、たいていのボードは、危機的な出来事の際には意思決定を行い機能している。

この調査結果は、危機的な状況を除いては、典型的なボードの機能の大部分は助言であり、会社の基本目的、戦略および全般政策の策定機能は一般に果たされていないことを示し、結果としてCEOがボードを支配していることを明らかにした。

Mace (1972) はボードが受動的役割ではなく、「ボードが管理する」という法的な機能をより積極的に果たすことができるように5つの提案をした。第1は、会長および社長以外のすべての内部取締役は辞任することである。これは助言や相談はボード・メンバーでなくても可能であり、また、内部の役員が目的や戦略の推薦をするのであるから、同じメンバーがその承認をすることはおかしいし、さらに内部取締役とトップとの関係を考えると、トッ

に鋭い質問をしたり、その責任を追及することは一般に困難だからである。

第2は、ボードの特定の機能は、会長、社長および外部取締役との協議によって定め、文書化することである。このことは一般的に、ボードの役割は株主の利益を代表し、それを促進することであるが、そのためにボード・メンバーが何をするべきかが必ずしも明らかではないからである。第3は、ボードが毎年、社長の成果を公式に評価する基準を確立することである。第4は、ボードは会合において社長に対して、自らが会社のかんりの株式を所有している場合と同じように、鋭い質問をすべきである。これは取締役の行動は、プルーデント・マンが「同様の状況において」(under similar circumstances)行使する、勤勉、注意、および技能レベルではなく、もっと高い、すなわち「自らの個人的事業における同様の状況」の場合にプルーデント・マンが行使するレベルのものでなければならないということである。第5は、外部取締役がその機能を十分果たすよう動機づける報酬システムの確立である。Mace は現在の外部取締役の報酬は現実に果たしている役割に比しては多すぎ、本来果たすべき役割から見れば低すぎるとしている。

アメリカにおける公開大企業のボードが経営者によって支配されているという見解に対して、Mizruchi (1983) はそれはコントロールについての定義の仕方に問題があるからであり、ボードは経営者をコントロールしていると主張している。なぜなら、ボードは経営者を選任し、評価し、必要ならば解任する責任を負っているのであり、また経営上の意思決定がなされる前提ないし境界を設定する立場にあるからである。そしてこの境界の幅は企業間で大きく異なり、経営者が高度な政策決定においてもフリー・ハンドを持っている場合でも、危機的な状況にある企業ではボードは政策形成においても積極的な役割を果たすのである。また、ボード・メンバーが何も意思決定をしない場合でさえ、かれらが経営者を解任する権限を持っている限り、ボードはコントロールしているのである。Mizruchi はこれをボトム・ライン・コントロール (bottom-line control) と呼ぶ。さらに、かれは取締役の選出過程についても、たとえCEOの友人であっても、そのことはCEOの地位を

保証するものではないと主張している。このように Mizruchi はボードが究極のコントロール・センターであり、その行使は企業業績などの状況によるが、CEOを採用し、あるいは解任する能力としてしばしば遂行されるとしており、しかもこのような経営者の解任は希ではなく、外部取締役の増大と共に増加する可能性を示唆している⁴⁾。

しかし、Lorsch and MacIver (1989) は1986年から3年かけて行った調査に基づいて、取締役の74%が外部取締役であり、米国企業の83%においては外部取締役が多数であるという事実にもかかわらず、CEOが依然としてボードの統治能力を覆す力をもっているということを明らかにした。

(2) コーポレート・ガバナンス改革

しかしながら、1980年代に入り、企業業績の不振や企業不祥事の増加と、他方で比重を増してきた年金基金などの機関投資家の役割の増大は、従来CEOに従属しているといわれてきたボードの機能強化、したがってコーポレート・ガバナンス改革にたいする強い圧力となった。このコーポレート・ガバナンス改革の動きは経済活動のグローバル化にともなう国際金融市場の要請により米国にとどまらず、世界的な動きとなった⁵⁾。

これらのコーポレート・ガバナンス改革の大きな流れは、CEOのボードにたいする支配からボードのCEOにたいする支配へ、あるいは両者の適当なバランスへと、振り子のバランスを回復しようとするものであった。すなわち、所有が分散している大公開会社におけるボードが企業の経営に対して持つ権限のうち、承認 (ratification) と監視 (monitoring) により重きを置

4) しかしながら、取締役会の有効性は危機においてCEOを解任できるかどうかではなく、それ以前に適切な行動をとれるかどうかである。すなわち、適切な行動をとれたとしても、あまりにも時間が掛かりすぎ、あまりにも遅すぎる (too long, too late) ことが問題なのである。Lorsch and MacIver (1989, 169) 参照。Mace はまたHBR Classics 版の序文において、この15年間指名委員会の導入など表面的な改正は行われたが、依然として大部分、最高経営者が支配していると述べている。

5) この点については稲別 (2001) 参照

き、提案（proposal）と執行（execution）を経営者に委ねるという仕組みへの変化である。この変化を支える理論的枠組みがエージェンシー論である。エージェンシー論の立場からいえば、ボードによる監視機能の強化はエージェンシーコストを節約する合理的な仕組みである。しかし、ボード・メンバーが経営者に従属的である場合には、この監視機能は有効に機能せず、取締役の経営者ないし企業からの独立性が不可欠となる。

1990年代に入るとGM（General Motors）のシェアの低下、株価の低迷は誰の目にも明らかであり、それまでの眠れるボードの目を覚まさせるに十分であった。このことがアメリカ有数の企業におけるガバナンス改革をもたらすことになった。GMはそのガイドラインにおいて、ボードは株主の利益を代表するのであり、したがって経営者の政策の決定と遂行を監視する責任を持つものとしている。具体的にはボード・メンバーの過半数を外部取締役とすること、外部取締役の独立性の強化、リード取締役の任命、監査、報酬、指名などの委員会設置等の多くの改革がなされた⁶⁾。

また、アメリカ法律協会（1994）が10年を超える年月をかけて検討した結果発表した「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の第3．01条は、公開会社の業務執行は、取締役会によって指名された上級役員によって、またはそれらの監督の下にあるものによって、取締役の職務と権限にしたがってなされなければならないとし、第3．02条は取締役会の職務と権限として第1に、主要上級役員の選任、定期的な評価、報酬の決定、および必要な場合の解任、第2に、会社の業務が適切に行われているかどうかを評価するための会社の事業活動の監視をあげている⁷⁾。

6) この点については稲別（2001）参照。なお、GMは2002年2月にガイドラインの改訂をしたが、基本的には同じであり、取締役会会長とCEOの役割の統合または分離かという問題にも従来と同様特定の方針を示していない。ただし、Lead Directorの代わりに、Independent Directorという言葉が使用されている。そして取締役問題の委員会（the Committee on Director Affairs）の議長は独立取締役でなければならないとされ、議長は独立取締役の定例会議の議長を務め、会長やCEOについての取締役会の毎年の評価をかれらに伝える。

7) アメリカ法律協会の外部取締役の独立性の基準は緩い。例えば、公開会社の取締役の半数は会社の上級執行役員と重要な関係を持たないものによって構成されね

主要企業のCEOの組織であるBRT (the Business Roundtable) は1997年9月に「Statement on Corporate Governance」⁸⁾を発表したが、2002年5月、コーポレート・ガバナンスの一層の強化のために、「Principles of Corporate Governance」(2002)を明らかにした。そこでは一連の不祥事を反映して従前よりも取締役会と経営陣との役割の明確化、すなわち、監視機能と経営執行機能の役割のいっそうの明確化が示されている。序文において次の6つの原則が示されている。第1は、公開会社の取締役会の最高の義務はCEOを選任することとCEOおよび上級経営者が日常、有能かつ倫理的に経営するよう監視すること、第2は、株主価値を生み出すよう有能かつ倫理的に経営することは経営者の責任であること、第3は、ボードと監査委員会の監視の下で、公正な財務諸表の作成や財務や事業上の健全性およびリスクのタイムリーな開示することは経営者の責任であること、第4は、経営者によって用意される財務諸表の監査と意見の表明に従事する独立の会計法人との契約は取締役会とその監査委員会の責任であること、第5は、独立性の保証、会計原則の遵守、監査委員会を通じたボードへの報告は独立会計法人の責任であること、第6は、従業員を公平かつ公正に処遇することは会社の責任であること、である。

さらに新しい原則では、原則6に示されるように従来とは異なって、株主および投資家との関係だけでなく、従業員、地域社会、および政府との関係も重視され、良き企業市民 (good corporate citizens) としての責任が強調されている。

ボードと経営者の役割についても一つの章を当てているが、そこではボードの監視機能が強調されている。一般に会社法では、企業経営は取締役会の指揮の下に管理されるとされるのが普通であるが、実際の経営の遂行に関しては経営者に委譲されるのであるから、ボードは株主のために経営者を監視する (monitor) ことになる。したがって、有能でかつ倫理的なCEOを選

ばならないとしているが、その場合のクーリング・オフ期間は2年である。

8) 「Statement」については稲別 (2001) 参照。

任し、報酬を定め、評価することがボードの最も重要な機能である。このように述べて原則では、取締役がもつべき、豊富な経験、知識、判断力、さらに特定の関係者からの独立性、建設的な懐疑主義などが重視されている。

また、外部取締役の独立性について強調されている⁹⁾。ここで独立性とは、独立的判断をする取締役の能力を損ねるあるいは損ねられると思われるような如何なる会社あるいは経営者との関係からも自由であるべきだという意味である。具体的には、上場基準に示される家族的関係、雇用関係および事業上の関係だけでなく、ボードは潜在的なボード・メンバーと上級経営者との親しい個人的関係のようなものも独立性に影響を与えるかどうか考慮する必要があるとしている。

しかしながら、BRTは取締役会会長とCEOの統合問題に関しては各企業がそれぞれ決定すべき問題であるとしながらも、これまでと同様に、統合は取締役会と経営者が共通の目的を持って行動することを保証するもので、このようなCEOは両者のブリッジとして役立つとしている。しかし、1997年の「Statement」にあった、CEOがボードと経営者のために議題と優先順位を設定すべきであるとしていた部分が今回削除されて、CEOの優先性を和らげる表現となっているのは興味深い。

他方で、BRTは独立取締役のみからなる監査委員会、コーポレート・ガバナンス委員会（指名を含む）、報酬委員会がコーポレート・ガバナンスを有効にするものとしてその役割をより詳細に述べている。

また、CalPERS（カルパース、California Public Employee Retirement System）は透明性、倫理、およびアカウンタビリティという原則への復帰を求めて、金融市場改革パッケージ（CalPERS 2002 Reform Package）を発表した。そこで強調されているのは専門的知識を持ったメンバーの増強などの監査委員会の強化、監査法人の独立性の確保、会計基準の厳格化、取締役

9) なお、statement では外部取締役（outsider director）という言葉が使われていたが、今回の principles では独立取締役（independent director）という言葉が使用されている。

の独立性の強化などである。

(3) 企業改革法(サーベンス=オクスリー法)

1974年の議会による ERISA (Employee Retirement Income Security Act) 法の成立とその後の運用強化¹⁰⁾、SECによる株主間コミュニケーションの緩和、あるいはNYSEにおける外部取締役から構成される監査委員会の設置などの上場基準の強化など、政府側もこれまでガバナンス強化に一定の役割を果たしてきたことは事実である。しかし、そのような努力を台無しにするような最近の一連の不祥事は政府や規制当局に大きな衝撃を与えた。

「企業改革法」(サーベンス=オクスリー法 Sarbanes-Oxley Act)は経営者の不正行為には断固たる処置を取るという大統領や議会の意向を表したものであり、それを示すのが監査法人を監督する独立機関、「公開会社監視委員会」(PCAOB: Public Company Accounting Oversight Board)の設置である。この委員会は証券取引委員会(SEC)によって任命される5名のフルタイムの委員で構成され、そのうち2名は公認会計士でなければならない。これによって会計監査を担当している企業へのコンサルティング業務の禁止、監査の中立性と独立性を確保しようとするものである。

サーベンス=オクスリー法は不正行為にたいする罰則の強化という点でも従来よりもかなり強化した内容となっている。例えば、証券詐欺に対しては現行の5年から最長25年の禁固刑、あるいは現行法では存在しない捜査に絡む書類廃棄や改ざんは最長20年の禁固刑などである。さらに、投資家や内部告発者の保護や情報開示の強化、あるいは独立取締役の役割の強化などが含まれている¹¹⁾。

政府の動きに対応してニューヨーク証券取引所(NYSE)理事会は2002年

10) この点については第4節参照。

11) サーベンス=オクスリー法は11章から成り立っており、それぞれ、PCAOB、監査人の独立性、会社の責任、財務開示の強化、アナリストの利益相反、SECのリソースと権限、調査と報告、企業および刑事詐欺に関する責任、ホワイトカラー犯罪の罰則強化、法人税申告書、および会社詐欺と責任である。詳細は次より入手可能である。

<http://news.findlaw.com/hodcs/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>

8月1日、コーポレート・アカウンタビリティと上場基準委員会（CALS, Corporate Accountability and Listing Standard Ccommittee）により提案されたコーポレート・ガバナンス改革にかかわる上場基準の改定案（the Final Recommendations）を承認した。それは一連の不祥事で失われた投資家の信頼を回復するという立場から、ボードにより大きな独立性を、投資家により大きな発言力を与えようとするものである¹²⁾。

提案は13項目から成り立っているが以下はそれぞれの内容と現行基準との差異についての要約である。第1は、ボードにおいて独立取締役が過半数を占めなければならないということである。従来は独立取締役だけからなる最低3人の監査委員会の設置が義務づけられていたが、提案では原則としてボードの過半数が独立取締役でなければならないとされている。

第2は独立取締役の定義の強化である。現行では取締役の独立性の行使を妨げるような経営者および会社との如何なる関係をも除くとなっているが、提案では取締役が独立と見なされるためには、ボードがその取締役が上場企業と何らの実質的な関係を持たないということを積極的に（affirmatively）決定しなければならない。これに関連して、取締役の独立性に関わるクーリング・オフであるが、現行では3年であり、また以前の従業員のみに適用されているが、提案ではクーリング・オフは5年間であり、従業員と独立監査人に適用される。

第3は非執行取締役だけによる定期的な秘密会議の設置という新しい基準である。

第4と5は、新たに独立取締役だけから構成される指名委員会、および報酬委員会の設置である。従来は監査委員会のみについて規定されていた。

第6は、監査委員会のメンバーである独立取締役の報酬の限定に関する新しい規定であり、監査委員会のメンバーとしての取締役の報酬はその会社か

12) NYSE の提案は上場企業マニュアルの Section 303A として成文化されるものだが、次より入手可能である。

http://nyse.com/pdfs/corp_gov_pro_b.pdf

らの報酬だけでなければならない。

第7は監査委員会の権限と責任の増大であり、独立監査法人との契約、あるいは解約の権限、また独立監査法人との非監査業務の承認の権限を与えるものである。これに関連して内部監査職務の設置が義務づけられた。

第8は、ストック・オプションなどの株式支給にもとづく報酬計画への株主承認の必要性の強化である。現行では、役員や取締役が参加する提案は株主の承認を得ることになっているが、一般株主の指示がなく、提案が発行株式数の5パーセントを超えない限り、ブローカーがその株式を投票できる。しかし、新基準では株主は原則としてすべてのストック・オプションについて投票の機会を与えられ、ブローカーは顧客の指示に従ってその株式を投票しなければならない。

第9から13までの基準はいずれも新設であり、第9は、コーポレート・ガバナンスのガイドラインの採用と開示である。

第10は、取締役、役員、従業員のための企業行為と倫理基準の採用と開示である。

第11は、外国上場企業が NYSE 基準と大きく異なる場合それを開示しなければならないということである。

第12は、毎年CEOが NYSE 基準に違反していないことを証明しなければならないということである。

第13は、NYSE は違反企業には公式の戒告文を発行するというものである。

これらの提案は事前の審議期間において多くの意見を参考にしてみとめられ、多くの関係者の賛同を得たものであるが、それでも5年間のクーリング・オフ、非執行取締役だけによる秘密会議や独立取締役だけによる指名・コーポレート・ガバナンス委員会、あるいはCEOによる証明などにはかなりの異論があったといわれている。しかし、2002年2月13日の CALS 委員会の設置からわずか半年足らずでこの改革案がまとめられた。

このような一連の迅速な改革は確かに企業の不祥事によってもたらされた

アメリカ資本主義への不信、特に投資家のそれを回復する一つの基盤を提供するものといえる。しかしながら、そこには多くの課題が残されている。例えば、会計不信の一つの理由とされているストック・オプションの費用計上についてはこれまでも多くの批判があったが、サーベンス＝オクスリー法においてもストック・オプションの費用計上化は採用されなかった。米財務会計基準審議会（FASB）は1990年代半ばにオプションの費用計上化を義務づけようと試みたがハイテク業界の要請を背景にした議会の圧力で断念したといわれている。現在は費用計上しない場合、決算書の欄外注記で費用計上した場合の修正利益を開示する方法がとられている。また、BRTも自社株購入権の価値の算定方法には疑問が残っており、不正確な費用を損益計算書に計上することには同意できないと、費用計上化には反対である¹³⁾。

さらに、ボードの監視機能の強化に関していえば、従来からCEOとボード・チェアの兼任が持つ問題点、すなわち監視される当事者が監視機関の責任者であることの矛盾についても全然触れられていない。

これら一連の改革は確かに一定の役割を果たすことに疑いはないが、法による完全な規制が不可能である以上、法をくぐり抜ける方途を模索する行動の可能性はつねに存在する。例えば、SECは2002年6月27日に大企業の決算の正しさを示す宣誓書の提出をCEOとCFO（最高財務責任者）に命じ、またその後サーベンス＝オクスリー法ではその適用の拡大が定められたが、宣誓書には「自分が知る限り（to the best of my knowledge）」との表現があり、結果的に「その時は知らなかった」と言い逃れることが可能である¹⁴⁾。

13) BRT会長 ジョン・ディロン氏はストック・オプションの費用計上に関して、価値の算定方法に疑問があり賛成できないとしている。（日本経済新聞 2002, 8, 17）しかし、すでにいくつかの大企業はストック・オプションの費用計上化を表明しており、その中にはコカコーラやGE、さらにGMのような有力企業も含まれており、またグリーンズパン米連邦準備理事会議長、元SEC委員長ブリーダー氏や投資会社パークシャー・ハザウェイのウォーレン・バフェット会長のような推進派も存在している。さらに、主要金融機関17社が費用計上する計画を共同で発表したといわれている。（日本経済新聞2002年8月14日（夕刊））

14) BRTのディロン会長は、決算宣誓書はこれまでの決算書への署名と重複することで新味はないとしている。日本経済新聞、2002, 8, 17

また、不正行為をした経営者を厳罰に処すことは誰しも異議のないことであるが、経営者の不正行為を明らかにすることは決して容易ではない。すなわち、何が不正であるかを判断することそれ自身が大きな課題であり、もし、法の過度の適用が安易に不正と判断することにつながるならば、企業のリスクへの挑戦意欲を阻害するという好ましくない結果をもたらす。

したがって、法の強化は必要条件であっても、決して十分条件ではなく、より重要な問題は企業みずからのコーポレート・ガバナンスの強化である。この点からいえば、現在の主要なアメリカ企業のCEOの権限は外部取締役との関係からみても依然としてきわめて強大である。このことはCEOにたいするチェック機能が十分働いていないということを示している。したがって、コーポレート・ガバナンスの観点からボードの役割について改めて検討することが重要である。

3. 取締役会の承認と監視

法的には企業経営はボードによって、またはその指揮のもとになされる(The business and affairs of every corporation shall be managed by or under the direction of a board of directors) のが普通であり、ボードは法的には経営に責任を負う機関であり、重要な経営上の決定、その遂行を委ねる執行責任者の選任（および解任）、かれらの評価、監視と統制というきわめて大きな権限をもっている。しかし、経営が専門的な業務となり、いわゆる所有と経営が分離している公開大会社においては経営の遂行はほとんど株式を所有しない専門的経営者に委ねられることになる。

職務の専門性からかなりの裁量性を持つ経営者は必ずしも所有者である株主の利益の最大化を目指して行動しない¹⁵⁾。このことは経営者にたいする監視機能が重要であることを意味する。この経営者の裁量性を制限し、彼らの行動を可能な限り株主の利益へ向けさせる仕組みが内部コントロールと外部

15) スチュワードシップ論 (Stewardship theory) は必ずしもこの考え方に同意しない。例えば、Donaldson (1990) 参照。

コントロールのメカニズムである。

株主によって選出された企業のボードは内部コントロールのメカニズムとして法的に責任を持つ機関である。したがって、ボードは経営者の選任および解任の権限を持ち、監視機能を担っている。しかし、また同時に、ボードは会社の重要な政策を決定し、その結果を評価するという経営上の大きな権限をもっている。すなわち、提案と執行はCEOに委ねたとしても、承認という役割は残る。このことはボードが経営上重要な判断に関わることを意味する。したがって、ボードの役割を考える場合、この2つの側面から検討しなければならない。これまでは主としてボードの監視機能の強化という点からガバナンス問題が取り上げられてきたのでここでもまずこの監視機能の点からみてみよう。

監視機能の面からいえば、例えば独立取締役を増やし、あるいは独立取締役だけによる委員会を設置するということは一定の有効性を持つことは当然であろう。しかし、それだけでは十分ではない。独立取締役はすでに述べたように一定の条件に従って定められるが、そのことだけでかれらがCEOから独立して、客観的な評価を行えるかどうか、あるいは厳しい質問をできるかどうかは判断できない。すなわち、独立性の保証の問題である。もし、CEOと社外取締役を含むインナー・サークルが形成されているならば監視機能が十分機能する保証はない。

米国の社外取締役は同時に他の企業のCEOである場合が多く、またお互いに社外取締役として就任している場合も多い。そこには職業経験、学歴や年齢におけるデモグラフィックな類似性に基づく密接な関係が生まれる可能性が高い。いわゆるインナー・サークルの形成であり、そしてそこにはお互いの間に社会的、心理的結びつき（インターロック）が生じる。WestphalとZajac（1997）は社会的交換理論に基づいて、エリート集団としての取締役会における外部取締役の行動を分析し、そこには互惠主義（reciprocity）が作用するとしている。例えば、外部取締役の比率の増大の動きに対して、自らがCEOである会社でそのような動きがない場合は、外部取締役として

就任している会社においてもそのような提案にも賛成しない。しかし、自らがCEOである企業においてボードの独立性を高めるために外部取締役の比率を高めるという結果になった場合には、外部取締役として就任している会社においても外部取締役の比率の増大に賛成するのである。そしてCEO対ボード関係においてどちらがより強い支配力を持つかによって変化にたいする対応が異なる。例えば、ボードに対して強い支配力を持つCEOはそれを弱めるような考えを持つ取締役の再任や新任を避けようとし、同じ考えを持つ候補者を求める。この結果同質的なインターロック・ネットワークが形成される傾向になる¹⁶⁾。

さらに、かれらはCEOとボード・チェアの地位が統合されており、CEOの任期が長く、現CEO就任後に取締役になった割合が大きく、さらに外部取締役の株式の所有比率が小さい場合、CEOのボードにたいする相対的な力は大きく、CEOがデモグラフィック（demographic、職業上の背景、年齢、教育上の背景）に類似した後継者を指名するようボードに影響力を与えることができることを明らかにした。勿論、このことは企業を取り巻く経済的諸状況、したがって企業業績によって大きな影響を受けることはいまでもない。すなわち、企業業績が悪い場合には後継者の選任においてはむしろデモグラフィックに異なった人物を選ぶ可能性が高くなる。

また、Westphal と Zajac（1995）は組織におけるガバナンスにたいする社会学的、社会心理学的な立場から取締役選出過程へのCEOの影響力を検討した。そこで明らかになったことは、社会心理学および社会学的な要因が、CEOとボード・メンバーをして、取締役の選出において、かれらにデモグラフィックな類似性を持つものを選ばせる傾向があるということである。そ

16) かれらは外部取締役の比率の増加という変化の普及度を組織内の政治関係（CEOとボード）で説明しているが、同時に制度的変化の要因をも考慮に入れる必要がある。例えば、外部取締役の増大は上場基準として独立取締役からなる監査委員会の設置の義務づけによって当然増えざるを得ない。したがって、外部取締役数の増加からだけでCEOとボードの関係を測定することはできない。なお、Zajac & Westphal（1996a, 1996b）をも参照。

してCEOとボードとの相対的な力関係が新しい取締役がどちらにより類似しているかを決める。すなわち、CEOの相対的な力が強い場合は、新しい取締役はデモグラフィックに現職のCEOに似る傾向があり、ボードがCEOより相対的に強い場合には新しい取締役はボードに似る傾向がある。

さらに、経営者がいろんな形でその地位を守ろうとするエントレンチメント（entrenchment）も考慮しなければならない。なぜなら、かれらは基本的にすべての資産を企業に投じており、したがってその地位を失うことによる損失は極めて大きいからである。例えば、業績が悪い時それは経営者の資質や努力の問題ではなく環境の悪化が主たる要因であると解釈させることや業績目標を容易に達成できる水準に設定することなどがそうである。また、種々の anti-takeover 策の採用もそうである。

このようにトップ経営者と取締役会メンバーとの間のデモグラフィックな関係が強く、ボード・メンバーがCEOと親しい関係者から構成される時、また、経営者のエントレンチメントが存在する場合、ボードの監視機能や評価機能が有効に機能しないという可能性が存在する。このことは多くの米国企業においてCEOとボード・チェアとの地位が統合されているという事実を考えると重要な問題である。両者の地位が統合されている場合には、組織内の権限関係が明確であり、意思決定の有効性も保証されることは組織論の立場から明らかである。しかし、他方経営者と株主の利害関係が一致しない場合、エージェンシー論が示すように株主を代表するボードと経営者との間の関係は監視と執行との関係となり、この場合地位の統合は基本的に矛盾する¹⁷⁾。したがってボードの監視機能が有効に働くためには単に外部取締役の数を増やしたり、あるいは独立性の条件を厳しくするだけでは不十分である。

17) Finkelstein と D'aveni (1994) はCEO統合を諸刃の剣として、一方における経営者のエントレンチメントと、他方における指揮命令の統一性をいかにバランスさせるかという立場から、コンテンジェンシーな枠組みを提案している。それはCEOのインフォーマルな力と企業業績に依存するということである。ここでCEOのインフォーマルな力は次の7つの要素、すなわち専門的知識・技能、CEOの任期、他企業の取締役、非営利企業の取締役、相対的な報酬、CEOとしての経験、エリート教育の複合的效果である。

このように監視機能の遂行における独立性の保証の問題に加えて、ボード・メンバーの経営判断にたいする能力が十分かどうかという問題がある。ボードはCEOの提案を承認するという形で経営上の重要な最終的判断を行うという重い役割を担っている。しかし、外部取締役がこの経営判断に投入できる時間の限界やCEOにたいする情報格差などを考慮すれば、この機能が有効に果たされるかどうかは大いに問題である。Lorsch and McIver (1989 : 23)によれば、外部取締役が準備、旅行、会議を含めて一つのボードに貢献できる日数は平均14日である。そしてボードへの参加を拒否する最も重要な理由は時間の不足である。

また、企業の重要な政策について判断を下すためには企業の内部環境（物的、人的、技術的状況）および市場環境、さらには広く外部環境について知っていなければならない。ボードがこれらの経営判断を行うためにはかなりの情報量が必要であり、当然それを獲得するための時間も増大する。もしこの情報の問題に十分対処できなければ、ボードの独立性が保証されたとしても、ボードがその承認という機能を有効に果たすことはできない。さらに、経営者の資質とその行動の評価、外部環境の評価、あるいは経営者にたいする誘因政策の評価に関しても多くの情報とその解釈が必要であり、それができなければトップ経営者の仕事を評価することも困難であり、したがって結果的には監視機能を有効に果たすこともできない。

さらに、ボードの2つの機能間には基本的に矛盾する性質が存在する。すなわち、ボードが経営判断において十分機能するならば、すなわち、ボードが文字通りCEOの提案を承認したり、否決したりする場合、その結果は明らかにボードの責任であり、ボードがその意思決定を評価するということは結果としてボード自らを評価することを意味する。したがって、ボードのガバナンス機能を考える場合、問題はボードのCEOにたいする監視だけでなく、自らの経営判断を如何に有効に果たすかということが重要となる。

このようにボードのガバナンス機能を考える場合、承認と監視という二つの機能を如何に統合的に果たしうるかが問題である。このように考えれば現

行の外部取締役の増大やその独立性の強化だけでは十分ではないであろう。重要なことはボードが株主により直接的に責任を負うことであり、時間と情報の両側面において今まで以上に株主の立場に立ってその責任を果たせる外部取締役が必要となる。このためには外部取締役として機能できるための条件があらためて明らかにされる必要がある。ボードの二つの機能をより有効に果たすためには、一種のプロフェッショナルな取締役の存在を必要とするかもしれない。この点で最近の機関投資家の shareholder activism は興味深い。

4. 機関投資家の Shareholder Activism

Davis and Thompson (1994) によれば、1980年代の後半から活発になった shareholder activism (株主主権運動) は3つの要因から生じたものである。第1は株式所有の年金基金を中心とする機関投資家への集中である。因みに、NYSE の Fact Book 2001 によれば、公私の年金基金、投資信託、保険会社、財団等の機関投資家の持ち株が全株式に占める割合は1950年の7.2%から大きく成長し、1990年には41.4%、2000年には45.8%へと増大している。そして公私の年金基金による割合はそれぞれ0.8%、24.4%、19.0%である。これらの機関投資家はいまや米国主要企業の最大の株式所有者であり、企業にとって無視できない存在となっている¹⁸⁾。

このような持ち株比率の上昇は機関投資家、特に年金基金の運用者が企業経営に無関心でいることを許さなくなった。なぜなら、一方で巨額の株式投資によっていわゆる「ウォール・ストリート・ルール」の利用が困難になり、他方では長期安定という立場からインデックス運用が高まるという事情により、機関投資家は不満を持つ企業からの「exit」ではなく、その企業に「voice」を行使するという方向へその行動を変えることになった。

第2は1974年に制定された ERISA の運用強化などの年金運用者の受託責

18) NYSE, Fact Book 2001. 次より入手可能。 <http://www.nyse.com/factbook/>

任の明確化である。1988年労働省は、ERISA における年金運用者の委託責任には、代理投票権を年金プランの資産として扱うことを含むと、解釈した。ERISA は私的年金基金を対象としたものであるが、このような受託責任の強化は公的年金基金にも大きな影響を与えた。

第3はSECによる株主間の協議にたいするコミュニケーション・ルールの改定である。従来10人以上の株主が代理投票に関して話し合いを持つ場合、SECによる事前の承認が必要であったが、この改定によって支配の変化を求めない株主はコメントの提出だけでよかった。このことは株主間の話し合いの可能性を大きく広げ、株主提案などの行動を活発化させることになった¹⁹⁾。

Black (1992b) は機関投資家によるモニタリングが経営者の裁量にたいする市場のコントロールを補うものとして有力であると主張している。かれによれば、従来あまりにも多くの外部取締役が問題を見ようとせず、厳しい質問もせず、CEOに忠実であり、十分な仕事をしていないが、CEOや企業と密接な関係を持たない独立取締役がより有効に機能すると主張している²⁰⁾。さらに Black (1992a) は機関投資家によって指名された機関取締役 (institutional directors) をボード・メンバーにするという動きが見られることに触れ、ボードにおけるマイノリティとしての機関取締役はモニタリングにおいてより有効に機能するとしている。

機関投資家の activism としては1980年代後半から積極的に行動し始めた年金基金、特に公的基金によるそれがよく知られている。かれらはコーポレート・ガバナンス改革や低迷する企業業績への責任について発言し始めたが、その中でも特に積極的なのがカルパース (CalPERS, The California Public

19) これらの点については Davis and Thompson (1994), Monks and Minow (1995, ch.2), Ward (1997, ch.18) 参照。

20) Black は機関投資家が企業価値の増大において果たせる役割としてこの他に、企業の多角化の抑制、疑わしいテーク・オーバー・ビッドの阻止、価値あるテーク・オーバーにたいする対象企業の抵抗を押さえること、有効なガバナンス・ルールの主張、経営者による不必要な現金の退蔵の抑制、およびより客観的なCEOの報酬の設定をあげている。

Employees Retirement System) や TIAA-CREF (Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund) である。

アメリカ最大の公的年金基金であるカルパースは米国のみならず、広く世界的に投資するという立場から、コーポレート・ガバナンス原則を明らかにしてきた。また、1984年に設立された機関投資家間の情報交換を目的とする組織、Council of Institutional Investors の主要メンバーであり、その activism は周知のことである。カルパースは投資対象企業の中から積極的に関与すべき対象企業を選定し、積極的な働きかけを行う。

Smith (1996) によると、当初は主としてコーポレート・ガバナンスのあり方が問題であった。すなわち、株主の承認なしのポイズン・ビルやグリーン・メール、株主の秘密投票の保証などが選定要因として重要であった。しかし、その後企業業績を中心として対象企業を選定するようになった。そのプロセスは投資対象企業の過去5年間の株式収益率を基準に成績が悪い方から250社 (Bottom 250) をまず選び、それらの中から内部株主の持ち株比率、機関投資家やカルパースの持ち株比率などを考慮して「失敗50社 (Failing Fifty)」がターゲットとして選定される。通常、12社ほどが最終的に働きかけの対象とされ、それぞれの対象企業に一つのガバナンス問題を提起する。それらは株主諮問委員会の設置や、ボードやその委員会の構成、あるいは経営者の報酬などである。

会社側にたいする働きかけの方法としては、はじめは株主総会での株主提案として議決を求めるものであった。しかし、このやり方は、過半数の賛成を得たとしてもそれが請願の形であれば強制力を持たないために必ずしも有効でなかった。そこでカルパースは株主総会への提案と同時に会長やCEOなどの経営者側に手紙が送り、話し合いを求め、その結果経営者側が同意し、あるいは適切な行為が取られることが明らかな場合は提案を取り下げるといふ形で処理するようになった。

ところで、Smith は1987-93年の7年間に於いてカルパースのターゲットとされた51企業を対象として、カルパースの activism が企業のガバナンス

構造（外部取締役の比率など）、株主価値および会計の利益率（売上高利益率や資産利益率）に与えた効果を測定している。それによると、ターゲットとされた企業の72%がガバナンス構造についての提案を採用したか、それを保証する変更を行った。また、株価は働きかけが成功した場合には統計的に有意義な上昇を示した。しかし、会計上の収益率に関しては統計的に有意義な結果は得られなかった。そして、十分なデータがそろそろ34社に關しての5年間における activism からの価値の増加は1千9百万ドルであるのに対してコストは約3百50万ドルであると推定し、カルパースの activism は有利であったとしている²¹⁾。

また、TIAA-CREF（2000）はそのコーポレート・ガバナンスについての方針（Policy Statement on Corporate Governance）をガバナンスのあり方の改善ために上級経営者およびボードと対話するための基礎と位置づけ、その原則の一つとして TIAA-CREF と会社側との対話をあげており、ガバナンスの構造や政策に關して私的な対話をするを明記している。

Carleton ら（1998）は1992年から1996年の間に TIAA-CREF が接触を持った45社との間の私的な対話のデータに基づいて、TIAA-CREF が多くの解決に到達できたことを明らかにした。話し合いを持った45社のうち42社と合意に達し、そのうちの32社（71%）とは株主総会での投票前に合意に達している。そして応じなかった13社に対しては TIAA-CREF の提案が投票にかけられた。これらの話し合いはほとんどの場合公表されていないという事実を考慮すると、公表されたデータに基づく場合よりも、機関投資家の影響力は大きい可能性がある。

なお、TIAA-CREF が協議の対象とした事項は主に、ボードの構成の多様性（経験、性、人種、年齢における多様性）の確保、株主の承認なしに乗っ取り防止優先株（black check preferred stock）を発行することの阻止、秘密投

21) Nesbitt（1994）は1987年から1992年においてカルパースの activism の対象となった42企業の長期的収益性が上昇したことを示している。特に対象企業の選択がガバナンス問題よりも収益性を基準として選ばれた場合に効果は大きかったとしている。

票の保証である。このように TIAA-CREF が話し合いを求める問題は経営上の問題よりもガバナンス構造に関するものが多い。したがって、これらについての合意が直接収益性につながるとはいえない。Carleton らはイベント研究を行い、ボードの多様性については有意義な負の効果、乗っ取り防止優先株に関しては有意義な正の効果、そして秘密投票については有意義でない結果が得られたとしている²²⁾。

機関投資家が shareholder activism を行使する場合、受託義務を負っているという点から、短期のみならず長期的に見たコスト・ベネフィットの予測に基づかねばならない。一般に activism からのベネフィットは株価の上昇および配当の増加で示される収益性の向上である。他方、コストは活動の形態によって大きく異なる。例えば、経営者との非公式な話し合いという形であれば、専門家との協議等のコンサルタント料の他には通信費、交通費などで済みそれ程大きな費用とならないであろう。しかしながら、株主総会で対抗提案をして投票で争う場合には、かなりの資金が必要となるであろう。また、この過程で法律に触れる可能性があり、裁判沙汰になればその費用は巨額なものになりうる。一般に、これらのコストとベネフィットを計算することは容易ではないであろう。仮に、大きな金額のベネフィットが期待される場合でも、free ride の問題が大きければ行動することは合理的でないかもしれない。したがって、現実には activism の行使には様々な制約が存在するであろう²³⁾。しかし、機関投資家の shareholder activism は今後株主とボ

22) Wahal (1996) は7つの主要年金基金による1987から1993年における activism の効果を検討して、ガバナンス構造を変えるよう求めた提案の40%が採用されたという事実にもかかわらず、これらの働きかけは基本的に株価収益率や会計的利益に対しては何ら効果を持たなかった、と否定的結論を導いている。ただし、株主提案の対象とならないで経営トップとの話し合い通じて組織変革を行った企業の集団については有意でプラスの効果があったとしている。また、Karpoff (1996) らは1987年から1990年の総会期間における株主提案に基づいた分析から、これらの提案はそれが受け入れられた場合ですら収益性にほとんど影響を与えていないと否定的な結論を導いている。

23) Robert Monks によって設立された投資会社、Lens はシアーズ・ローバックの多角化路線や内部取締役中心のボードへの反対などを対象として働きかけた。この結果10億ドル以上の株主価値が生み出され、コストは50万ドル以下だったとさ

ードの関係においてますます重要となることは明白である。

5. む す び

これまでのコーポレート・ガバナンス改革は、最も重要な内部コントロール機能を担うボードが経営者に従属する組織から、いかにしてその立場を回復し、経営者を監視し、株主からの委託された責任を果たしうるかという問題であった。そして外部取締役の増加、外部取締役を主とする委員会の設置、あるいは外部取締役の独立性の強化などがはかられてきた。さらに最近の政府や関係当局による規制強化もボードの監視機能を強めようとするものである。しかし、そこには検討すべき多くの課題が残されている。

第1はCEOとボード・チェアとの兼任の問題である。米国においては依然として大多数の公開企業では経営の統一性の確保という理由でCEOとボード・チェアの地位の統合がなされている。しかし、ボードの最大の機能が経営者の選任、評価あるいは解任、経営方針の承認、監視であるとするならば、CEOとボード・チェアとの統合は、そこにはつねに監視するものと監視されるものが同一人であるという基本的な矛盾があり、監視機能を強化すればするほどこの矛盾は大きくなる。

確かに、独立性の強い外部取締役の存在自身が一定の効果を持つことは事実である。より客観的な説明や書類準備の必要性、多様な経験を持つボード・メンバーの発言、これらは十分意味を持つ。また、外部取締役からなる委員会はCEOに対して大きな圧力となりうる。しかし、それは基本的な矛盾を解決するものではない²⁴⁾。

れている。この点については Pozen (1994) 参照。

- 24) Idalene and Kesner (1986) は企業の自主的なコントロールメカニズムを強化する点から見て、CEO＝ボード・チェアのあり方は、連邦政府において大統領が最高裁の長官であればどうなるだろうか、という例えでCEOとボード・チェアとの統合問題を指摘している。Lorsch and MacIver (1989: 184-187) はボードの統治能力を高めるためには現在のコーポレート・ガバナンスのシステムの改善に加えて、システムそのものを変える必要があるとして、CEOとボード・チェアとの分離を提案している。この点で英国の「キャドベリー委員会」が、CEOへの権力の集中による経営チェックの欠如を問題として、「いかなる個人も決

第2は、CEOとボード・メンバーとの間におけるデモグラフィックな関係、あるいは社会心理学的な関係を十分明らかにすることが必要である。さらに、独立取締役や委員会の強化が一定の役割を果たすとしても、CEOとボード・メンバーの間において、年齢、職業上の経験、学歴、社会的地位等のデモグラフィックな要因から非常に密接な関係が生じる場合、企業特有の知識も含めた情報および時間において圧倒的に有利に立つCEOに対して、厳しい質問や批判がなされるとは一般的に考えられない。このことはCEO＝ボード・チェアである場合には特にそうである。勿論、危機的状況においては状況は異なるであろうが、それでは従来と基本的に変わらない。

第3は、ボードの経営上の判断と意思決定において果たす役割と責任の検討である。これまでの議論はボードの経営にたいする監視機能に焦点が当てられているが、そもそもボードは経営上の重要な意思決定を承認するという責任と義務を負っている。重要な経営方針を承認するということは、当然その結果に対して責任を持つということである。もし、望ましくない結果が生じた場合、ボード・メンバーがそれをすべてCEOの責任として処理することは必ずしも合理的ではないであろう。CEO側からの不満は当然大きくなり、経営トップとボードにおける対立が生じる危険性が生じる。また、もしそのような事態が生ずるのであれば、むしろCEOがボード・チェアを兼任した方が権限と責任の一致が保証され、指揮命令系統がより首尾一貫したものとなり、強力なリーダーシップが発揮されるという議論も成り立つであろう。

ボードの経営への関わり方は基本的に承認と監視であるが、そこには重要な判断と意思決定がともなうのであり、ボードの構成メンバーの大半が外部の独立取締役である場合には、その機能が十分果たされない危険性がある。この点から今求められている独立取締役を重視する議論においても、独立取

定を左右する力をもつことのないように、権力と権限の均衡を図る企業の幹部の責任の分担」が重要であるとして、取締役会会長とCEOとの分離を勧告したことは重要である。英国ではすでに FTSE 百種総合株価指数に採用されている大企業の大半でこのことが実行されている。

締役の経営における判断と意思決定機能の有効性をいかに保証するかということが検討される必要がある。すなわち、ボード・メンバーの経営判断能力の向上とその保証が重要である。この点から考えれば、Gilson & Kraakman (1991) が主張する、経営者から独立した取締役ではなく、株主に依拠した専門的取締役 (professional director) の可能性、あるいは Black (1992a) が主張するボードにおけるマイノリティなメンバーとしての機関投資家に指名された独立取締役のあり方はなおいっそうの検討を要する課題といえるであろう。

第4は、上の問題と関連する機関投資家の役割である。機関投資家はすでにコーポレート・ガバナンスの強化において大きな役割を果たしてきたが、今後かれらの動向は大いに注目される。機関投資家の持ち株比率の大きさを考えるならば、かれらが特定企業のブロックホルダーとして文字通り、株主としてボードにその席を占めることも考えられるがその場合には基本的な矛盾が存在する。機関投資家はかれらの顧客から預かった資金を運用するという受託義務 (fiduciary duty) を負っている。そして顧客の主たる目的はより高い収益とより少ないリスク、および適度の流動性という経済的なものであることはいうまでもない。したがって、特定の企業の大株主になるということは、法律上の規制は別としても、特定企業のリスクに大きく影響されることを意味するから、その本来の受託義務に矛盾することになる。また、仮にボードに席を占めたとしても直接経営に口出しすることは難しいであろう。なぜなら、今日の経営は専門的知識や技能を必要とするのであり、機関投資家は必ずしもそのような条件を備えているとは期待できないからである。

これまでのところ機関投資家の中でも私的年金基金はあまり活発ではない。しかし、今後これらの機関投資家もその受託義務を果たすという点からその役割の増大が期待され、その影響力も大きくなると予想される。したがって、今後ボードのモニタリング機能の強化という点で機関投資家の役割は更に大きくなると予想されるが、それについてのいっそうの検討が求められる。

第5は、独立取締役のインセンティブの問題である。外部取締役にまつわ

る情報、時間の制約は従来から指摘されてきた。事実、多くの外部取締役が自らCEOであり、また複数のボードに籍を置いている状況を考えるならば、外部の独立取締役が十分な監視機能を果たすことは期待できない。さらに、これらの人たちにとって金銭的報酬があまり意味を持たないとするのとどのようにしてボード・メンバーとしてその役割を果たそうとするのであろうか。外部取締役のインセンティブとして reputation（名声）²⁵⁾があげられるがそれは十分なインセンティブとなりうるであろうか。このことは外部取締役としてふさわしい資格および能力の問題とも関連するが、外部取締役のインセンティブについてもいっそうの検討が必要である。

参 考 文 献

- The American Law Institute (1994). *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, ALI. 証券取引法研究会国際部会訳編『コーポレート・ガバナンス—アメリカ法律協会「コーポレート・ガバナンスの原理：分析と勧告」の研究』所収1994. 日本証券経済研究所.
- Black, Bernard S. (1992a). 'AGENTS WATCHING AGENTS: THE PROBLEM OF INSTITUTIONAL INVESTOR VOICE,' *UCLA LAW REVIEW*, 39: 811-893.
- Black, Bernard S (1992b). 'THE VALUE OF INSTITUTIONAL INVESTOR MONITORING: THE EMPIRICAL EVIDENCE,' *UCLA LAW REVIEW*, 39: 895-939.
- The Business Roundtable. (2002). *Principles of Corporate Governance*, 次から手可能.
<http://www.brtable.org/pdf/704.pdf>
- CalPERS 2002 Reform Package (2002), 次より入手可能.
<http://www.calpers-governance.org/Item06b-01.doc>
- Carlton, Willard T., James M. Nelson, and Michael S. Weisbach (1998). 'The Influence of Institutions on Corporate Governance through Private Negotiations: Evidence from TIAA-CREF,' *The Journal of Finance*, 53 (4): 1335-1362.
- Davis, Gerald F. (1991). 'Agents without Principals? The Spread of the Poison Pill through the Intercorporate Network,' *Administrative Science Quarterly*, 36: 583-613.
- Davis, G. F and Thompson, T. A. (1994). 'A Social Movement Perspective on Corporate Control,' *Administrative Science Quarterly*, 39: 141-173.

25) Fama and Jensen (1983 : 315)

- Donaldson, Lex. (1990). 'The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory,' *Academy of Management Review*, 15 (3): 369-381.
- Fama, Eugene F. and Michael C. Jensen (1983). 'Separation of Ownership and Control,' *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Finkelstein, Sydney & Richard A. D'vanni. (1994), 'CEO Duality as a Double-Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command,' *Academy of Management Journal*, 37: 1079-1108.
- Gilson, Ronald J. and Reinier Kraakman. (1991), 'Reinventing the Outsider Director: An Agenda for Institutional Investors,' *Stanford Law Review*, 43: 863-906.
- 稲別正晴 (2001). 「コーポレート・ガバナンスについての一考察」 龍谷大学経済学論集41 (1): 15-33.
- Jensen, Michael C. and William H. Meckling. (1976). 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,' *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Karpoff, Jonathan M., Paul H. Malatesta., and Ralph A. Walkling (1996). 'Corporate governance and shareholder initiatives: Empirical evidence,' *Journal of Financial Economics*, 42: 365-395.
- Kesner, Idalene F. and Dan R. Dalton (1986), 'Boards of Directors and the Checks and (Im) Balances of Corporate Governance,' *Business Horizons*, 29 (5): 17-23.
- Lorsch, Jay W. and Elizabeth MacIver. (1989). *Pawns and Potentates The Reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press.
- Mace, L. Myles. (1971, 1986), *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Classics, Harvard Business School Press. 道明義弘訳『アメリカの取締役 神話と現実』1991年7月, 文真堂
- Mace, Myles. (1972). 'The president and the board of directors,' *Harvard Business Review* (March-April): 37-49.
- Mizruchi, Mark S. (1983). 'Who Controls Whom? A n Examination of the Relation Between Management and Boards of Directors in Large American Corporations,' *Academy of Management Review*, 8 (3): 426-435.
- Monks, Robert A. G., and Neil Minow, (1995), *Corporate Governance*, Blackwell.
- Nesbitt, Stephen L. (1994). 'Long-term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the "CalPERS Effect",' *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (Winter): 75-80.
- NYSE Fact Book 2001. 次より入手可能. <http://www.nyse.com/factbook/>
- Pound, John. (1992), 'Beyond Takeovers: Politics comes to Corporate Control,' *Harvard Business Review* (March/April): 83-93.

- Pozen, C. (1994). 'Institutional Investors: The Reluctant Activists,' *Harvard Business Review* (Jan./Feb): 140-149.
- Smith, Michael P. (1996). 'Shareholder Activism by Institutional Investors: Evidence from CalPERS,' *The Journal of Finance*, 51 (1): 227-252.
- TIAA-CREF Corporate Governance, (2000), 次から入手可能.
<http://www.tiaa-cref.org/libra/governance/index.html>
- Wahal, Sunil (1996). 'Pension Fund Activism and Firm Performance,' *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1): 1-23.
- Ward, D. Ralph. (1997), 21st Century Corporate Board, John Wiley & Sons. 山口猛訳『21世紀のコーポレートボード』2001年10月, 商事法務研究会
- Westphal, James D. & Edward J. Zajac, (1995). 'Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection,' *Administrative Science Quarterly*, 40: 60-83.
- Westphal, James D. & Edward J. Zajac. (1997). 'Defections from the Inner Circle: Social Exchange, Reciprocity, and the Diffusion of Board Independence in U. S. Corporations,' *Administrative Science Quarterly*, 42: 161-183.

(いなべつ・まさはる／経営学部教授／2002年10月31日受理)

Corporate Governance and Boards of Directors

Masaharu INABETSU

The separation of ownership and control in large publicly held corporations leads to agency problems between shareholders and top management. The main agency problem is that top management as agents of shareholders may be tempted to act opportunistically and seek their own interests rather than shareholders' interests. The compelling issue is how to mitigate this temptation and according to the agency theory, there are two governance mechanisms. One is external monitoring from efficient capital markets, that is a takeover as last resort for protection of shareholders. Another is internal monitoring by a board of directors.

It seems that the 1980s takeover frenzy disciplined poor management and brought efficient management. But, the broad-based public backlash against hostile takeovers, debt-based financing and anti-takeover defense resulted in the collapse of the takeover market in the 1990s. At the same time, there has been the movement to empower boards of directors who monitor management on behalf of the shareholders. They are the board of directors with majority of outside directors, securing of independence of outsider directors, having committees such as audit, nominating, compensation, and so on. For much of the last decade, the American corporations have been admired as a standard-bearer of corporate governance.

However, a recent series of accounting scandals badly shook the American corporate system itself. President Bush hastened to sign into law the Sarbanes-Oxley Act of 2002, which aims to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosure. Also, NYSE approved significant changes in its listing standards to restore investor confidence. These reforms include strengthening of disclosure and corporate governance, as well as placing large penalties for breaking rules.

Taking these incidents into consideration, it is very important to reconsider

the role of boards of directors as an internal control system. This paper is structured as follows. Section 1 describes the background of this study. Section 2 summarizes the reforms toward the strengthening of monitoring function of the board of directors in past thirty years in the United States. Section 3 discusses the ratification and monitoring role of boards of directors in new perspectives. Section 4 discusses institutional shareholder activism. Section 5 concludes and suggests further research.